

BAB III

**MEMPERKUAT STABILITAS
MAKROEKONOMI UNTUK
MENDUKUNG PERTUMBUHAN
EKONOMI YANG
BERKESINAMBUNGAN**



BAB III

Memperkuat Stabilitas Makroekonomi untuk Mendukung Pertumbuhan Ekonomi yang Berkesinambungan



Kinerja positif perekonomian Indonesia selama tahun 2010 masih dihadapkan pada beberapa tantangan utama yang perlu direspons secara tepat untuk mendukung pencapaian pertumbuhan ekonomi domestik yang tinggi dan berkesinambungan. Perekonomian Indonesia selama tahun laporan ditandai dengan derasnya aliran masuk modal asing, ekspek likuiditas yang tetap tinggi, inflasi yang cenderung meningkat, serta berbagai permasalahan di sektor perbankan dan kendala di sektor riil. Berbagai tantangan tersebut menimbulkan kompleksitas dalam pelaksanaan kebijakan. Dalam kondisi ini, Bank Indonesia dihadapkan pada trilema, yaitu menjaga stabilitas harga, stabilitas nilai tukar, serta stabilitas sistem keuangan. Untuk itu, pemilihan kebijakan moneter, makroprudensial dan perbankan secara tepat sangat penting. Namun, hal tersebut belum cukup dan masih diperlukan dukungan kebijakan struktural. Kebijakan tersebut diperlukan untuk meningkatkan kapasitas, produktivitas dan daya saing sehingga perekonomian dapat berakselerasi lebih cepat dan stabilitas makro tetap terjaga.

Pada prinsipnya, aliran masuk modal asing masih diperlukan sebagai salah satu sumber pembiayaan perekonomian. Namun, aliran masuk modal asing yang didominasi oleh modal jangka pendek berpotensi menimbulkan tekanan terhadap stabilitas makroekonomi dan menimbulkan kompleksitas kebijakan moneter. Aliran masuk modal asing yang cukup besar dapat mendorong nilai tukar terapresiasi secara tajam dan berpotensi lebih kuat dari daya dukung fundamentalnya. Dalam kondisi tersebut, apresiasi nilai tukar, selain rentan terhadap risiko

koreksi, juga dapat mengurangi daya saing ekspor. Di samping itu, aliran masuk modal asing, khususnya yang berjangka pendek, dapat memberikan tekanan terhadap stabilitas makroekonomi. Hal ini terkait dengan sifatnya yang rentan terhadap sentimen negatif sehingga dapat memicu pembalikan modal secara besar dan tiba-tiba.

Derasnya aliran masuk modal asing juga dapat meningkatkan ekspek likuiditas yang telah ada di sistem perbankan. Selain itu, semakin besarnya sumber pembiayaan Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN) yang berasal dari penerimaan valuta asing juga berdampak terhadap meningkatnya likuiditas dalam perekonomian. Ekspek likuiditas perbankan tersebut dapat memberikan tekanan terhadap stabilitas makroekonomi sehingga perlu dikelola secara optimal. Untuk mengatasi hal tersebut, bank sentral perlu menerapkan berbagai instrumen yang dapat mengendalikan likuiditas, baik yang bersifat permanen maupun temporer. Di samping itu, koordinasi kebijakan dengan Pemerintah sangat diperlukan guna mengelola ekspek likuiditas yang bersumber dari operasi keuangan Pemerintah. Koordinasi tersebut juga diperlukan dalam rangka menambah instrumen yang dapat digunakan dalam memanfaatkan ekspek likuiditas untuk pembiayaan kegiatan investasi di sektor riil.

Tantangan lain yang dihadapi adalah meningkatnya tekanan inflasi. Untuk mencapai inflasi pada level rendah di tengah kedua tantangan tersebut di atas, langkah-langkah yang ditempuh dalam mengelola aliran masuk modal asing dan ekspek likuiditas perlu dilengkapi dengan kebijakan yang



mampu menjangkar ekspektasi inflasi ke depan. Di samping itu, kebijakan struktural perlu diperkuat untuk meningkatkan kemampuan sisi pasokan dalam merespons akselerasi permintaan. Dalam hal ini, berbagai kebijakan untuk mengatasi kendala-kendala yang menghambat peningkatan kapasitas perekonomian mutlak sangat diperlukan.

3.1

Dinamika dan Tantangan Perekonomian



Dinamika perekonomian Indonesia selama tahun 2010 ditandai dengan peningkatan kinerja ekonomi domestik yang solid di tengah kondisi eksternal yang semakin kondusif. Meningkatnya pertumbuhan ekonomi terutama didukung oleh peran investasi dan ekspor yang semakin meningkat. Kinerja investasi meningkat seiring dengan terus membaiknya persepsi pasar dan relatif rendahnya harga barang impor. Perbaikan ekspor ditopang oleh kinerja kenaikan harga komoditas ekspor Indonesia terutama komoditas berbasis Sumber Daya Alam (SDA), serta membaiknya permintaan global. Sementara itu, impor nonmigas juga meningkat signifikan, terutama menjelang akhir tahun, sejalan dengan meningkatnya aktivitas perekonomian domestik. Meningkatnya kinerja ekspor dan derasny aliran masuk modal asing menyebabkan surplus Neraca Pembayaran Indonesia (NPI) mengalami peningkatan. Sementara itu, tekanan inflasi pada tahun laporan meningkat cukup tinggi mencapai 6,96%, melampaui sasaran inflasi $5\% \pm 1\%$. Meningkatnya tekanan inflasi tersebut terutama bersumber dari inflasi kelompok *volatile food* terkait dengan gangguan pasokan

akibat faktor cuaca. Di sisi inflasi inti, peningkatan inflasi masih relatif terkendali, didukung oleh tren apresiasi rupiah dan eskpektasi inflasi yang masih terjaga.

Dalam tahun laporan, kinerja pasar keuangan domestik juga membaik. Hal tersebut tercermin dari imbal hasil Surat Utang Negara (SUN) yang menurun signifikan sejak awal tahun sejalan dengan derasnya arus masuk modal asing, fundamental ekonomi domestik yang solid, serta ekspektasi pencapaian *investment grade* yang kuat. Sementara itu, kinerja pasar saham sejak awal tahun juga terus membaik sebagaimana ditunjukkan oleh Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) yang mencapai 3.703 pada akhir tahun 2010. Kenaikan tersebut terkait dengan arus masuk modal asing yang besar, kondisi makroekonomi yang kondusif, serta prospek keuangan emiten yang relatif baik dibandingkan dengan negara-negara kawasan. Di pasar uang, transmisi suku bunga juga berjalan lebih baik. Peningkatan likuiditas pasar uang jangka pendek antara lain bersumber dari upaya Bank Indonesia untuk menjaga stabilisasi nilai tukar di samping ekspansi pengeluaran pemerintah.

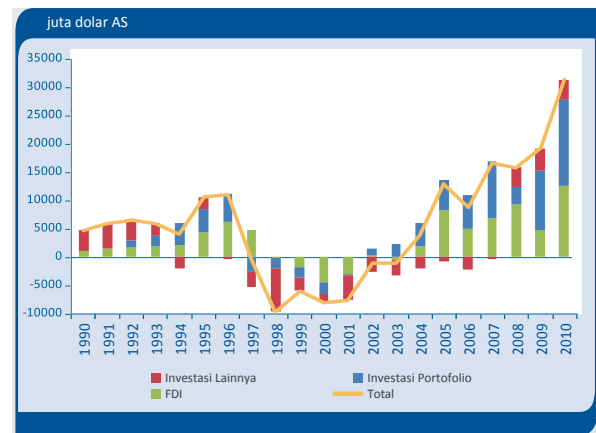
Di tengah kinerja ekonomi yang membaik tersebut, terdapat beberapa tantangan utama dalam perumusan kebijakan, yaitu aliran masuk modal asing yang deras, ekse likuiditas yang tinggi, tekanan inflasi yang cenderung meningkat, efisiensi dan daya saing sektor perbankan yang masih rendah serta berbagai kendala di sektor riil. Berbagai tantangan tersebut menyebabkan respons kebijakan makroekonomi dan moneter semakin kompleks dan harus mampu mengatasi sejumlah tantangan sekaligus, yaitu: (1) mengendalikan inflasi ke arah sasaran, (2) mengendalikan aliran masuk modal asing agar bermanfaat bagi perekonomian dan tidak menimbulkan ketidakstabilan ekonomi, (3) mengendalikan

ekses likuiditas domestik agar sesuai dengan kebutuhan permintaan domestik dan mencegah agar ekonomi tidak cepat memanas, (4) meningkatkan efisiensi, ketahanan dan daya saing perbankan, serta (5) mengatasi berbagai kendala di sektor riil.

Tantangan pertama terkait dengan aliran masuk modal asing yang deras. Kondisi tersebut tidak terlepas dari pemulihan ekonomi global yang terus berlanjut. Karakteristik perekonomian Indonesia yang termasuk dalam kriteria “*small open economy*” menyebabkan dinamika yang terjadi dalam perekonomian global dapat memengaruhi perekonomian domestik. Terintegrasinya pasar keuangan domestik dengan pasar keuangan internasional, sebagaimana negara-negara *emerging markets* lainnya, memberi tantangan tersendiri bagi keseimbangan eksternal perekonomian Indonesia, dalam bentuk derasnya aliran masuk modal asing. Seperti telah dibahas pada bab sebelumnya, pascakrisis global tahun 2008, aliran modal ke negara-negara *emerging markets* meningkat pesat. Besarnya aliran masuk modal asing dipengaruhi oleh faktor pendorong (*push factors*) berupa eksekutif likuiditas global dan lambatnya pemulihan ekonomi negara maju serta faktor penarik (*pull factors*) berupa pertumbuhan ekonomi tinggi, perbedaan suku bunga yang besar, dan ekspektasi apresiasi nilai tukar di negara-negara *emerging markets*.

Faktor-faktor yang mendorong derasnya aliran masuk modal asing ke negara-negara *emerging markets* adalah kuatnya ekspektasi terhadap berlanjutnya kebijakan suku bunga rendah yang diterapkan negara-negara maju dan pelonggaran moneter lanjutan yang dilakukan Amerika Serikat (*quantitative easing* tahap dua). Sementara itu, negara-negara *emerging markets* mulai memperketat kebijakan moneternya. Perkembangan tersebut mendorong sentimen depresiasi dolar yang semakin meningkatkan aliran modal ke aset-aset yang memberikan imbal hasil lebih tinggi di negara-negara *emerging markets*, termasuk Indonesia.

Derasnya aliran masuk modal asing ke perekonomian negara-negara *emerging markets*, termasuk Indonesia, dapat memberikan dampak positif dan negatif. Pada prinsipnya, aliran masuk modal asing masih diperlukan sebagai salah satu sumber pembiayaan perekonomian. Di satu sisi, aliran masuk modal asing tersebut dapat memberikan manfaat kepada pembiayaan investasi dan pembangunan. Selain itu, aliran masuk modal asing juga dapat mendorong berkembangnya pasar keuangan melalui peningkatan potensi pertumbuhan ekonomi melalui alokasi



Grafik 3.1 Struktur Aliran Modal Asing

modal yang lebih efisien. Di sisi lain, derasnya aliran masuk modal asing berpotensi mengganggu upaya pencapaian kestabilan makroekonomi dan sistem keuangan. Di sisi makro, aliran masuk modal asing yang deras dapat mengakibatkan apresiasi nilai tukar yang cukup besar yang pada gilirannya memberikan tekanan pada neraca pembayaran. Dalam hal ini, kebijakan intervensi valuta asing dan optimalisasi cadangan devisa di sejumlah negara menyebabkan dampak apresiasi yang berbeda dari satu negara ke negara *emerging markets* lainnya.

Kuatnya peran investasi portofolio dalam transaksi modal dan keuangan perlu dikelola dengan baik sehingga berdampak positif bagi pembiayaan domestik dalam jangka menengah dan panjang serta meminimalkan fluktuasi jangka pendek yang terjadi (Grafik 3.1). Risiko dari investasi portofolio terutama mengemuka pada saat terjadi pembalikan arus modal asing yang mendorong peningkatan tekanan inflasi sejalan dengan meningkatnya depresiasi nilai tukar. Dalam kondisi global yang masih diliputi kekhawatiran atas kelangsungan proses pemulihan ekonomi, kesinambungan aliran masuk modal asing ke Indonesia diperkirakan akan terus berlangsung.

Derasnya aliran masuk modal asing dan kondisi fundamental ekonomi Indonesia yang terus membaik telah mendorong penguatan nilai tukar rupiah selama tahun 2010. Selain itu, penguatan nilai tukar rupiah juga ditopang oleh keseimbangan pasokan dan permintaan valuta asing di pasar domestik serta *risk appetite* investor yang membaik. Di satu sisi, apresiasi rupiah dapat membantu menurunkan tekanan inflasi melalui penurunan harga barang-barang impor. Di sisi lain, apresiasi rupiah juga berpotensi meningkatkan tekanan pada neraca transaksi berjalan akibat peningkatan impor.

Permasalahan lain yang dihadapi terkait dengan dasarnya aliran masuk modal asing ialah kondisi pasar keuangan domestik yang masih dangkal dengan pilihan instrumen keuangan yang tidak beragam sehingga opsi penempatan arus masuk modal asing menjadi terbatas. Untuk mengatasi permasalahan tersebut, perlu dilakukan upaya pendalaman dan perluasan pasar keuangan melalui pengembangan produk-produk pasar keuangan sehingga tersedia berbagai instrumen keuangan yang dapat digunakan untuk investasi jangka pendek, menengah dan panjang, lindung nilai (*hedging*), serta diversifikasi risiko. Pengembangan produk-produk pasar keuangan diharapkan dapat meminimalkan dampak negatif dari dasarnya aliran masuk modal asing dan eksekusi likuiditas.

Tantangan lain yang dihadapi adalah masih besarnya eksekusi likuiditas perbankan.⁴⁴ Dalam kondisi perbankan yang mengalami eksekusi likuiditas, dasarnya aliran masuk modal asing juga dapat menyebabkan peningkatan eksekusi likuiditas yang telah ada. Eksekusi likuiditas perbankan yang besar tersebut dapat memberikan tekanan terhadap stabilitas makroekonomi sehingga perlu dikelola secara optimal. Tantangannya ialah bagaimana agar likuiditas tersebut dapat disalurkan untuk membiayai sektor usaha produktif dan pembangunan ekonomi secara keseluruhan. Untuk mengatasi hal tersebut, bank sentral perlu menerapkan berbagai instrumen yang dapat mengendalikan likuiditas, baik secara permanen maupun temporer. Di samping itu, koordinasi kebijakan dengan Pemerintah sangat diperlukan dalam rangka mengelola eksekusi likuiditas yang bersumber dari operasi keuangan Pemerintah. Hal tersebut mengingat semakin besarnya sumber pembiayaan APBN yang berasal dari penerimaan valuta asing akan menambah likuiditas dalam perekonomian. Koordinasi tersebut juga diperlukan dalam rangka menambah instrumen yang dapat digunakan dalam memanfaatkan eksekusi likuiditas untuk pembiayaan kegiatan investasi di sektor riil. Dalam beberapa tahun terakhir, khususnya pascakrisis keuangan global tahun 2008, eksekusi likuiditas terus mengalami peningkatan. Rata-rata rasio eksekusi likuiditas terhadap dana pihak ketiga perbankan terus menunjukkan tren yang meningkat mencapai 22% pada akhir tahun 2010.⁴⁵ Kondisi likuiditas perbankan yang berlebihan mencerminkan peran perbankan dalam pertumbuhan ekonomi belum optimal.

44 Likuiditas perbankan dicerminkan sisi aset lancar bank seperti kas, giro di BI dan OPT, sementara likuiditas perekonomian dicerminkan pada sisi kewajiban bank kepada masyarakat + uang kartal.

45 Eksekusi likuiditas didefinisikan sebagai alat likuid/sisi aset lancar yang ada di perbankan setelah dikurangi kebutuhannya.

Dilihat dari sumbernya, pada awalnya eksekusi likuiditas berasal dari penanganan krisis ekonomi yaitu berupa pemberian Bantuan Likuiditas Bank Indonesia (BLBI) pada tahun 1997/1998 akibat adanya penarikan dana masyarakat dari perbankan secara besar-besaran. Selanjutnya, eksekusi likuiditas berasal dari penurunan Giro Wajib Minimum (GWM) pada tahun 2008 dan di tengah daya serap perekonomian yang terbatas. Dalam beberapa tahun terakhir, peningkatan likuiditas perbankan terutama berasal dari ekspansi rekening pemerintah (periode tahun 2006-2009) dan stabilisasi nilai tukar. Pasokan likuiditas pasar uang yang lebih besar dibandingkan permintaannya berdampak terhadap posisi Operasi Pasar Terbuka (OPT) yang terus meningkat, meskipun telah dilakukan penerapan GWM primer.

Kondisi eksekusi likuiditas perbankan yang cenderung persisten apabila tidak dikelola dengan baik akan berdampak negatif terhadap perekonomian. Eksekusi likuiditas tersebut berpotensi mendorong perkembangan besaran moneter (kredit dan uang beredar/M2) yang selanjutnya dapat meningkatkan tekanan inflasi ketika eksekusi likuiditas tersebut disalurkan ke kredit konsumsi, terutama jika penawaran tidak dapat mengimbangi kenaikan konsumsi yang dibiayai oleh kredit tersebut. Penelitian Saxegaard (2006) menunjukkan bahwa eksekusi likuiditas di Afrika mengganggu transmisi kebijakan moneter.⁴⁶ Dari studi lain yang dilakukan oleh Agénor, Aizenman dan Hoffmaister (2004), diketahui bahwa jika terjadi eksekusi likuiditas, upaya otoritas moneter untuk meningkatkan permintaan agregat terbukti sangat tidak efektif.⁴⁷ Di kawasan Eropa, kekhawatiran akan potensi dampak eksekusi likuiditas terhadap peningkatan tekanan inflasi jangka menengah juga pernah dikemukakan oleh Trichet (2004).⁴⁸

Selain kedua tantangan di atas, perekonomian juga dihadapkan pada meningkatnya tekanan inflasi. Dalam tahun laporan, intensitas gangguan dari sisi pasokan, khususnya bahan makanan meningkat tajam akibat anomali cuaca baik di tingkat global maupun domestik sehingga mengakibatkan harga komoditas pangan di

46 Saxegaard, "Excess Liquidity and Effectiveness of Monetary Policy: Evidence from Sub-Saharan Africa", IMF Working Paper, WP/06/115, 2006.

47 Agénor, Aizenman dan Hoffmaister, "The Credit Crunch in East Asia: What Can Bank Excess Liquid Assets Tell Us?", Journal of International Money and Finance, Vol. 23, 2004, hal. 27-49.

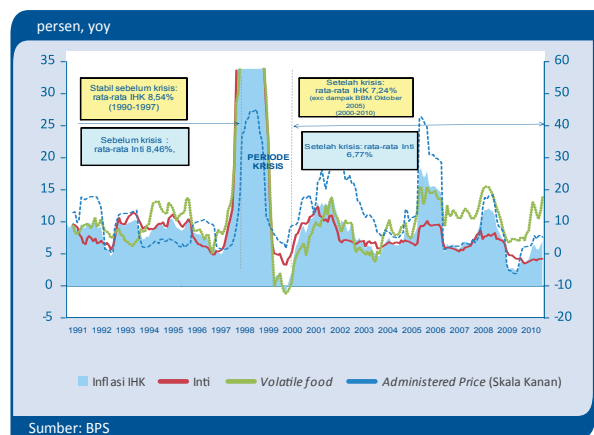
48 Trichet, Jean-Claude, "Introductory Statement," Testimony before the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament, presentation of the European Central Bank's Annual Report, 2003.

pasar global dan domestik melonjak tajam. Komoditas bahan pokok seperti beras dan bumbu-bumbuan memberi kontribusi kenaikan harga yang sangat besar pada inflasi *volatile food* selama tahun 2010 (Grafik 3.2). Selain meningkatnya inflasi yang bersumber dari *volatile food*, inflasi yang bersumber dari *administered prices* juga meningkat. Hal tersebut terkait dengan kebijakan Pemerintah untuk menaikkan harga barang atau jasa yang bersifat strategis seperti tarif dasar listrik kelompok rumah tangga.⁴⁹

Tekanan inflasi yang bermula dari faktor nonfundamental memberikan dampak lanjutan (*second round effects*) akibat meningkatnya ekspektasi inflasi, dan apabila tidak direspons akan memberikan tekanan pada inflasi dari faktor fundamental (inflasi inti). Hal tersebut, selain dapat mendorong inflasi ke tingkat yang lebih tinggi, juga berpotensi memperlambat akselerasi pertumbuhan ekonomi ke depan dan mengurangi daya beli masyarakat serta menurunkan daya saing ekonomi. Peningkatan permintaan yang tidak diimbangi dengan respons penawaran juga mendorong akselerasi tekanan inflasi yang bersifat fundamental. Beberapa aspek yang mengemuka dalam permasalahan struktural tersebut antara lain terdapat potensi kurang responsifnya sisi penawaran terhadap peningkatan permintaan. Untuk itu, kebijakan struktural perlu diperkuat untuk meningkatkan kemampuan sisi pasokan dalam merespons akselerasi permintaan.

Dalam merespons tekanan inflasi yang bersumber dari sisi penawaran, apabila bank sentral sudah cukup kredibel dalam mengendalikan inflasi, kebijakan moneter tidak perlu merespons tekanan tersebut secara agresif. Apabila gangguan ini hanya bersifat sementara dan bank sentral cukup kredibel dalam mengendalikan inflasi, peningkatan inflasi *volatile food*, yang bersumber dari gangguan pasokan tersebut tidak akan mempunyai dampak yang besar pada ekspektasi inflasi. Namun, jika gangguan tersebut berlangsung lebih lama maka tekanan inflasi yang bersumber dari sisi penawaran akan mempunyai dampak yang besar pada ekspektasi inflasi dan efek inflasi lanjutan. Untuk mengantisipasi hal tersebut, bank sentral perlu melakukan pengetatan moneter secara lebih pro-aktif untuk mengendalikan ekspektasi inflasi dan meredam efek inflasi lanjutan. Dalam hal ini, peranan komunikasi bank sentral kepada publik menjadi semakin penting.

Dari sisi perbankan, tantangan yang dihadapi adalah daya saing perbankan domestik yang masih relatif rendah,



Grafik 3.2 Perkembangan Inflasi

baik dari segi efisiensi, permodalan, maupun aset. Dalam skala regional, daya saing perbankan Indonesia dari segi efisiensi, permodalan, dan aset masih lebih rendah dibandingkan dengan negara-negara kawasan. Berdasarkan data Bank Indonesia dan Bank Scope akhir tahun 2009, rasio Biaya Operasional terhadap Pendapatan Operasional (BOPO) dan *Net Interest Margin* (NIM) Indonesia masing-masing sebesar 81,6% dan 5,8%. Sementara itu, untuk Singapura, Malaysia, Thailand dan Filipina, rasio BOPO berkisar 32,7% - 73,1% dan NIM berkisar 2,3% - 4,5%. Efisiensi tersebut dapat menjadi simpul terurainya permasalahan intermediasi sehingga diharapkan dapat meningkatkan kredit dan selanjutnya dapat lebih mendorong pertumbuhan ekonomi. Selain itu, peran perbankan dalam memberikan kredit perlu terus diupayakan lebih hati-hati, selektif, produktif, dan prospektif. Perilaku tersebut juga akan mendorong praktek prudensial perbankan yang merupakan prasyarat stabilitas keuangan. Di samping itu, dalam kondisi eksekusi likuiditas, peran perbankan dalam pertumbuhan ekonomi masih rendah. Hal tersebut tercermin dari rasio kredit terhadap PDB di Indonesia pada tahun 2010 hanya sekitar 26%, sedikit meningkat dibandingkan dengan tahun 2009 sebesar 25,7%.

Tantangan perbankan lain yang dihadapi adalah bagaimana daya saing perbankan Indonesia dapat disejajarkan dengan perbankan negara-negara utama ASEAN lainnya menjelang terbentuknya Masyarakat Ekonomi ASEAN (MEA) karena pada saat itu liberalisasi sektor perbankan akan diberlakukan (tahun 2020). Untuk itu, perbankan dituntut untuk memiliki kemampuan bersaing serta meningkatkan ketahanannya secara individual antara lain melalui peningkatan modal untuk ekspansi dengan tetap memerhatikan prinsip kehati-hatian.

49 Golongan > 900 kVA.

Di sektor riil, tantangan yang dihadapi terutama bagaimana mengatasi kendala-kendala dalam meningkatkan kapasitas perekonomian. Penelitian Bank Indonesia menunjukkan bahwa, di samping disebabkan oleh akumulasi modal dan produktivitas yang masih rendah, kecepatan peningkatan kapasitas perekonomian yang belum optimal juga disebabkan masih adanya simpul-simpul kendala utama (*most binding constraints*) dalam perekonomian. Apabila permasalahan tersebut

dapat diatasi, maka akselerasi pertumbuhan ekonomi dapat dipercepat melalui peningkatan investasi. Lima simpul kendala utama tersebut adalah penelitian dan pengembangan (R&D), kualitas pendidikan dan kesehatan, penguasaan teknologi, ketersediaan infrastruktur dan energi yang masih rendah. Uraian lebih lanjut tentang berbagai kendala sektor riil dan upaya-upaya yang diperlukan untuk mengatasinya disampaikan di sub-bab 3.5.

3.2

Bauran Kebijakan untuk Stabilitas Makroekonomi

Dinamika perekonomian Indonesia sebagaimana diuraikan sebelumnya mempunyai implikasi tersendiri terhadap kebijakan moneter yang harus ditempuh. Berbagai tantangan yang ada menghadapkan Bank Indonesia pada trilema, yaitu menjaga stabilitas moneter (stabilitas harga) sekaligus menjaga stabilitas nilai tukar dan sistem keuangan. Semakin pentingnya peranan kebijakan stabilitas sistem keuangan dalam menjaga stabilitas perekonomian secara keseluruhan terutama dibuktikan oleh krisis global pada tahun 2008, di mana kestabilan harga dan *output* tidak menjamin adanya kestabilan sistem keuangan. Sebelum krisis global, pandangan umum akademisi dan bank sentral adalah bahwa pencapaian stabilitas harga dan *output* akan meningkatkan stabilitas sistem keuangan.

Namun, krisis global menunjukkan bahwa kondisi inflasi dan *output* yang terjaga justru dapat memicu pelaku pasar keuangan untuk mengambil risiko yang berlebihan yang pada gilirannya mengakibatkan sistem keuangan lebih rapuh. Dalam keadaan tertentu, kebijakan moneter dapat digunakan untuk meningkatkan stabilitas sistem keuangan dengan menahan laju pertumbuhan kredit yang terlalu ekspansif dan pengurangan pengambilan risiko yang berlebihan. Namun, penggunaan kebijakan moneter untuk tujuan tersebut dapat juga mengganggu upaya pencapaian kestabilan harga dan *output*. Sebagai contoh, derasnya aliran masuk modal asing ke negara-negara *emerging markets* akhir-akhir ini, selain berpotensi mendorong perilaku tekanan apresiasi mata uang domestik, juga berpotensi mendorong perilaku pengambilan risiko yang berlebihan dan *bubble* di pasar kredit. Kebijakan moneter melalui kenaikan suku bunga yang bertujuan untuk mengurangi risiko *bubble* justru dapat mendorong aliran masuk modal asing dan kredit serta penguatan nilai tukar. Dalam kondisi seperti ini, kebijakan yang diperlukan adalah kebijakan makroprudensial.

Dalam prakteknya, tidak ada negara yang berada dalam titik ekstrem trilema tersebut, yaitu dapat memenuhi ketiga tujuan trilema kebijakan tersebut secara maksimal. Secara umum, negara-negara *emerging markets* memilih berada di tengah-tengah ketiga trilema, yaitu dengan pergerakan nilai tukar yang terkendali, dan pada saat yang bersamaan tetap berupaya menjaga stabilitas moneter dan stabilitas sistem keuangan. Dalam hal ini, upaya menjaga stabilitas nilai tukar dan stabilitas sistem keuangan diarahkan untuk tetap sejalan dengan upaya menjaga stabilitas harga. Dalam keadaan pasar keuangan domestik yang relatif tertutup, tekanan inflasi yang meningkat dapat direspons dengan lebih mudah melalui pengetatan kebijakan moneter dengan menaikkan suku bunga. Namun, dengan pasar keuangan domestik yang terintegrasi dengan pasar keuangan internasional, kenaikan suku bunga justru dapat meningkatkan derasnya aliran masuk modal asing yang mengakibatkan apresiasi nilai tukar dan mengganggu keseimbangan sistem keuangan.

■ Perlunya Bauran Kebijakan

Dalam menyikapi berbagai tantangan serta trilema sebagaimana yang telah diuraikan di atas, suku bunga kebijakan yang dalam keadaan normal dapat digunakan sebagai instrumen kebijakan moneter sudah tidak cukup dan harus ditambah dengan berbagai instrumen kebijakan lainnya. Untuk itu, Bank Indonesia telah merumuskan bauran instrumen kebijakan moneter dan makroprudensial yang mencakup bauran kebijakan untuk stabilitas internal dan stabilitas eksternal. Bauran instrumen untuk stabilitas internal didasarkan pada proyeksi inflasi dan makroekonomi ke depan, serta kondisi ekspekta likuiditas. Sementara itu, bauran kebijakan untuk stabilitas eksternal didasarkan pada konsistensi nilai tukar

dengan kondisi makroekonomi. Dalam implementasinya, selama tahun 2010 Bank Indonesia telah menempuh bauran kebijakan yang diwujudkan dalam empat kebijakan yang mencakup kebijakan suku bunga BI Rate, kebijakan nilai tukar, kebijakan makroprudensial untuk pengelolaan likuiditas domestik dan untuk menghadapi aliran masuk modal asing.

Secara umum, bauran instrumen untuk stabilitas internal merupakan bauran instrumen untuk stabilisasi harga dan pengelolaan permintaan domestik. Bauran tersebut mencakup respons suku bunga dan makroprudensial yang ditetapkan untuk mengarahkan inflasi sesuai sasarannya dengan tetap mempertimbangkan stabilitas moneter dan sistem keuangan serta kondisi perekonomian secara keseluruhan. Sementara itu, bauran instrumen untuk stabilitas eksternal merupakan bauran instrumen untuk mengelola aliran masuk modal asing dan stabilitas nilai tukar. Bauran kebijakan internal dan eksternal tersebut juga perlu didukung oleh kebijakan perbankan dan kebijakan Pemerintah, baik kebijakan fiskal maupun kebijakan sektoral.

Terkait dengan kebijakan suku bunga, Bank Indonesia telah menggunakan suku bunga (BI Rate) sebagai target operasi moneter sejak menerapkan *Inflation Targeting Framework* pada Juli tahun 2005. Kebijakan suku bunga BI Rate diarahkan untuk pencapaian sasaran inflasi dan kondusif bagi pertumbuhan ekonomi serta stabilitas sistem keuangan. Dalam kaitan ini, penetapan BI Rate senantiasa mempertimbangkan 5 faktor utama, yaitu: (i) proyeksi inflasi dua tahun ke depan dan konsistensinya dengan sasaran inflasi, (ii) proyeksi pertumbuhan ekonomi dua tahun ke depan, (iii) proyeksi nilai tukar dan faktor penyebabnya (termasuk aliran modal asing), (iv) perkembangan suku bunga dan kredit perbankan, dan (v) valuasi aset di sektor keuangan. Dua faktor pertama diperlukan untuk menjaga konsistensi BI Rate dengan pencapaian sasaran inflasi dengan mempertimbangkan dampaknya pada pertumbuhan ekonomi dalam memaksimalkan kesejahteraan ekonomi masyarakat. Sementara itu, tiga faktor terakhir diperlukan untuk keseimbangan stabilitas moneter dan stabilitas sistem keuangan, sekaligus untuk asesmen terhadap mekanisme transmisi kebijakan moneter.

Selain di Indonesia, penggunaan kebijakan suku bunga dalam kebijakan moneter telah banyak digunakan bank sentral negara-negara *emerging markets* lainnya, sejalan dengan meluasnya penerapan ITF sejak tahun 1990an. Besaran moneter yang tadinya lazim digunakan

bank sentral sebagai target operasional telah banyak ditinggalkan, sementara penggunaan suku bunga sebagai target operasional telah menjadi suatu kelaziman. Banyak bank sentral menggunakan suku bunga jangka pendek sebagai target operasional, dengan sinyal *stance* kebijakan moneter diungkapkan melalui suku bunga acuan. Dengan perkembangan ini, penetapan suku bunga telah menjadi kebijakan utama dalam kebijakan moneter di banyak negara. Paling tidak sampai dengan terjadinya krisis global tahun 2008, pengambilan kebijakan moneter merujuk pada penentuan suku bunga jangka pendek oleh otoritas moneter. Dari hasil studi Ho (2008) yang mencakup 17 negara, 9 negara menggunakan suku bunga sebagai target atau referensi operasional dalam kebijakan moneter.⁵⁰ Sementara itu, meskipun secara formal beberapa negara tetap menggunakan kuantitas sebagai target operasional, namun dalam prakteknya otoritas moneter tetap mencermati pergerakan suku bunga jangka pendek.

■ Peranan Nilai Tukar yang Stabil

Setelah mengalami krisis mata uang di tahun 1990an, banyak negara-negara *emerging markets* secara formal mengimplementasikan sistem nilai tukar mengambang (*floating exchange rate system*). Indonesia juga termasuk dalam kelompok negara-negara tersebut sejak Agustus 1997. Salah satu argumen yang mendukung penggunaan sistem nilai tukar mengambang adalah nilai tukar tersebut dapat menjadi penyerap goncangan (*shock absorber*) dan berperan dalam menjaga keseimbangan eksternal suatu perekonomian. Selain itu, pengalaman pada saat krisis mata uang menimbulkan suatu pandangan bahwa sistem nilai tukar tetap (*fixed*) sangat rentan terhadap krisis mata uang. Meskipun demikian, fenomena yang terjadi, dalam prakteknya, adalah negara-negara yang secara formal mengadopsi sistem nilai tukar mengambang tidak membiarkan nilai tukarnya ditentukan sepenuhnya oleh pasar. Dengan kata lain, negara-negara tersebut tetap berusaha menjaga stabilitas nilai tukarnya. Fenomena ini terutama terlihat dari fluktuasi nilai tukar yang relatif terbatas serta akumulasi cadangan devisa yang dimiliki oleh masing-masing negara. Negara yang menggunakan sistem nilai tukar mengambang secara penuh seharusnya tidak memerlukan cadangan devisa yang cukup besar. Sebaliknya, negara yang tidak membiarkan nilai tukarnya bergerak melampaui batas tertentu memerlukan cadangan devisa yang cukup untuk mencapai tujuannya tersebut.

⁵⁰ Corrinne Ho, "Implementing Monetary Policy in the 2000s: Operating Procedures in Asia and Beyond", Monetary and Economic Department, BIS Working Papers No.253, Juni 2008.

Ada beberapa alasan mengapa negara-negara yang secara formal mengadopsi sistem nilai tukar mengambang tidak membiarkan nilai tukar sepenuhnya ditentukan oleh pasar, fenomena yang lazim disebut sebagai "*fear of floating*". Pertama, kekhawatiran akan dampak inflasi dari depresiasi nilai tukar di negara-negara dengan *pass-through* nilai tukar yang tinggi sehingga membuat negara-negara tersebut enggan membiarkan nilai tukarnya terdepresiasi. Kedua, negara-negara yang mempunyai kewajiban (*liability*) cukup besar dalam mata uang asing berusaha untuk menjaga supaya nilai tukarnya tidak terdepresiasi cukup besar, hal ini mengingat depresiasi tersebut dapat mengakibatkan kontraksi melalui *balance-sheet effect* dari depresiasi. Ketiga, pengalaman banyak negara akan besarnya ongkos politik yang ditanggung apabila terjadi kejatuhan mata uang dalam negeri membuat adanya keengganan untuk membiarkan mata uang domestik tidak terdepresiasi secara tajam. Keempat, apresiasi nilai tukar dapat menurunkan daya saing ekspor dan meningkatkan impor.

Apresiasi nilai tukar akibat derasnya aliran masuk modal asing di tengah menguatnya permintaan domestik pada gilirannya akan memberikan tekanan pada neraca transaksi berjalan. Percepatan apresiasi dapat mendorong transaksi berjalan menjadi defisit lebih cepat dan dalam skala besar. Laju apresiasi yang terlalu cepat berpotensi melemahkan daya saing ekspor sehingga akan menurunkan permintaan luar negeri terhadap barang ekspor, sekaligus meningkatkan impor di saat ekonomi domestik sedang berada pada fase ekspansi. Kombinasi pelemahan ekspor dan peningkatan impor pada gilirannya dapat menggerus keseimbangan eksternal. Apresiasi akan menyebabkan ekspor netto berkurang sehingga transaksi berjalan akan mengalami defisit. Hal tersebut berpotensi memicu ketidakstabilan makro karena nilai tukar justru kemudian dapat berbalik mengalami depresiasi tajam sebagai mekanisme koreksi terhadap defisit transaksi berjalan yang terjadi.

Untuk menjaga stabilitas nilai tukar, intervensi permintaan dan penawaran di pasar valuta asing adalah cara yang paling lazim digunakan bank-bank sentral. Namun, di banyak negara kebijakan suku bunga juga dijadikan sebagai instrumen untuk menjaga stabilitas nilai tukar. Hal ini terutama terjadi di negara-negara yang mempunyai masalah kredibilitas atau negara-negara yang mengadopsi

inflation targeting sementara *pass-through* nilai tukar cukup tinggi. Fakta bahwa negara-negara *emerging markets* yang cenderung mempunyai *pass-through* nilai tukar yang relatif tinggi dan kredibilitas yang relatif lebih rendah, penggunaan suku bunga untuk menjaga stabilitas nilai tukar, selain sebagai respons terhadap tekanan inflasi, dapat merupakan salah satu penjelasan mengapa volatilitas suku bunga di *emerging markets* relatif lebih tinggi (Calvo dan Reinhart, 2002).⁵¹

Akselerasi apresiasi yang berkelanjutan dan cepat, terutama akibat besarnya peran investasi portofolio dalam komposisi arus masuk modal asing, juga dapat berimplikasi pada sustainabilitas transaksi berjalan apabila transaksi berjalan beralih menjadi defisit. Hal tersebut mengingat bahwa transaksi berjalan yang menuju defisit dapat terus dijaga sepanjang ditopang oleh arus modal yang berkelanjutan dan tahan lama. Oleh karena itu, apabila defisit transaksi berjalan tidak dapat dihindarkan, diperlukan suatu kebijakan struktural di sektor riil untuk mendorong arus masuk modal asing yang berjangka panjang, terutama dalam bentuk penanaman modal langsung.

Di Indonesia, kebijakan nilai tukar yang ditempuh oleh Bank Indonesia diarahkan untuk menjaga agar apresiasi rupiah konsisten dengan perkembangan makroekonomi dan tidak fluktuatif. Di tengah derasnya arus masuk modal asing dan tekanan apresiasi selama tahun 2010, Bank Indonesia menempuh kebijakan stabilisasi nilai tukar untuk meminimalkan *volatilitas* nilai tukar. Namun, mengingat kompleksitas permasalahan yang dihadapi, kebijakan intervensi dipandang tidak cukup dan perlu dilengkapi dengan penerapan kebijakan makroprudensial. Terkait hal tersebut, Bank Indonesia sejak Juni 2010 memberlakukan kebijakan makroprudensial berupa kewajiban bagi pembeli SBI untuk menahan kepemilikannya selama satu bulan sebelum dijual ke pihak lain. Selain kebijakan makroprudensial, beberapa opsi kebijakan lain terkait derasnya aliran masuk modal asing juga menjadi pertimbangan Bank Indonesia, sebagaimana diuraikan dalam sub bab berikut.

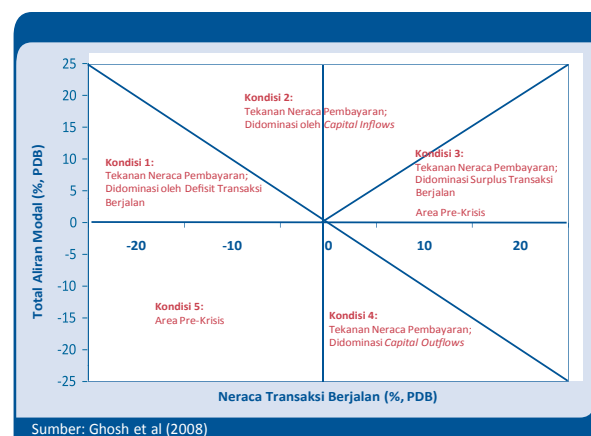
51 Calvo and Reinhart, "*Fear of Floating*", The Quarterly Journal of Economics, Vol. 117, No. 2, Mei 2002, hal. 379-408.

3.3

Kerangka Konseptual Respons Kebijakan terhadap Derasnya Aliran Masuk Modal Asing

Tantangan utama terkait dengan aliran masuk modal asing yang dihadapi adalah bagaimana mengoptimalkan manfaat dari aliran masuk modal asing tersebut serta meminimalkan risikonya. Selanjutnya, respons terhadap aliran masuk modal asing tergantung pada: (i) sifat dari aliran masuk modal (publik versus swasta, *Foreign Direct Investment* (FDI) versus portofolio, pendapatan tetap atau ekuitas); (ii) jangka waktu (temporer versus persisten); (iii) dampak terhadap neraca bank sentral; dan (iv) dinamika utang eksternal serta siklus ekonomi (Ghosh et al, 2008).⁵² Untuk memahami pentingnya perbedaan respons yang diperlukan berdasarkan sumber tekanan terhadap neraca pembayaran, Ghosh et al (2008) telah mencoba membuat taksonomi konseptual yang dapat digunakan sebagai acuan untuk membedakan respons tersebut (Grafik 3.3).

Dalam kondisi 1, arus masuk modal asing terjadi sebagai respons terhadap keperluan pembiayaan transaksi berjalan. Dalam kondisi ini, jika arus masuk modal asing dianggap terlalu besar maka respons kebijakan yang diperlukan adalah mengurangi ketidakseimbangan transaksi berjalan dan 'mendinginkan' perekonomian. Dalam kondisi 2, arus masuk modal asing didorong oleh melimpahnya likuiditas asing yang mencari imbal hasil yang lebih tinggi. Dalam kondisi ini, aliran masuk modal asing menimbulkan komplikasi pengelolaan makroekonomi dan diperlukan kebijakan untuk mengurangi aliran masuk modal asing tersebut. Dalam kondisi 3, tekanan neraca pembayaran berasal dari surplus transaksi berjalan. Dalam kondisi ini, jika surplus transaksi berjalan terlalu besar maka kebijakan yang diperlukan adalah memperkecil surplus tersebut. Sebaliknya, jika surplus transaksi berjalan dianggap tepat maka kebijakan



Grafik 3.3 Taksonomi Konseptual Sumber Tekanan Neraca Pembayaran

yang diperlukan adalah kebijakan mendorong aliran modal keluar. Dalam kondisi 4, tekanan neraca pembayaran bersumber dari aliran modal keluar yang lebih besar dari surplus transaksi berjalan. Sementara itu, dalam kondisi 5 terdapat aliran keluar modal asing yang deras dan defisit transaksi berjalan.

Berdasarkan taksonomi Grafik 3.3, perekonomian di sebagian besar negara-negara *emerging markets* di tahun 2010 berada dalam kondisi 2, yaitu terdapat aliran masuk modal asing yang deras dan didorong oleh melimpahnya likuiditas asing yang mencari imbal hasil lebih tinggi. Sebagaimana diungkapkan oleh Ghosh et al (2008), masing-masing skenario memerlukan respons kebijakan yang berbeda. Dalam kondisi 2, nilai tukar nominal dapat diberikan ruang untuk terapresiasi secara terbatas. Namun, perlu diingat bahwa apresiasi yang dibatasi secara bertahap dapat menimbulkan ekspektasi terhadap apresiasi yang pada gilirannya menarik aliran masuk modal asing yang lebih besar. Sebaliknya, apresiasi yang besar

⁵² Ghosh, Atish, et al, "Capital Inflows and Balance of Payment," Policy Development, Review and Research Department, IMF Policy Discussion Paper, Juni 2008.

dapat mengurangi derasnya aliran masuk modal asing karena investasi di negara yang mengalami apresiasi yang besar tersebut menjadi mahal.

Dalam kondisi masuknya modal asing lebih didorong oleh imbal hasil yang lebih tinggi, sterilisasi melalui peningkatan suku bunga justru akan mendorong lebih derasnya aliran masuk modal asing. Dalam hal ini, apabila terdapat peningkatan tekanan inflasi maka kebijakan selain suku bunga perlu ditempuh, antara lain melalui pengetatan kuantitatif, membiarkan nilai tukar nominal terapresiasi, dan kebijakan pengetatan fiskal. Apabila kebijakan-kebijakan tersebut juga dianggap tidak efektif dalam menahan tekanan inflasi yang berasal dari derasnya aliran masuk modal asing, maka pengelolaan aliran masuk modal asing menjadi salah satu opsi kebijakan yang dapat ditempuh.

Mempertimbangkan implikasi aliran masuk modal asing terhadap ekonomi dan sistem keuangan domestik, beberapa negara telah melakukan berbagai kebijakan untuk mengelola aliran masuk modal asing sehingga memperoleh manfaat maksimal dengan memperhitungkan kondisi fundamental makroekonomi domestik. Pilihan kebijakan yang telah dilakukan negara-negara *emerging markets* dalam mengelola aliran masuk modal asing dapat dikategorikan sebagai berikut.

1. Intervensi Tanpa Sterilisasi dan dengan Sterilisasi

Intervensi dapat dilakukan dengan dua cara, yaitu tanpa sterilisasi (*unsterilized intervention*) dan dengan sterilisasi (*sterilized intervention*). Intervensi tanpa sterilisasi merupakan intervensi dalam bentuk pembelian valuta asing oleh bank sentral yang tidak disertai dengan upaya menyerap kembali kenaikan uang primer (*base money*) akibat kebijakan tersebut. Intervensi tanpa sterilisasi bertujuan mencegah terjadinya apresiasi nilai tukar nominal. Kebijakan ini setara dengan pelonggaran moneter sehingga bermanfaat untuk mendorong pertumbuhan kredit karena mendorong suku bunga nominal dan riil domestik menjadi lebih rendah. Namun, apabila ekonomi domestik sudah tumbuh terlalu tinggi, maka intervensi tersebut akan menimbulkan tekanan inflasi dan menciptakan risiko terjadinya *bubble* kredit dan harga aset. Dengan demikian, meski dapat mencegah apresiasi nilai tukar nominal namun *unsterilized intervention* tidak dapat mencegah apresiasi nilai tukar riil.

Sementara itu, intervensi dengan sterilisasi adalah intervensi yang berkebalikan dengan *unsterilized intervention*. Intervensi dengan sterilisasi tidak mengizinkan terjadinya peningkatan uang primer sehingga kenaikan likuiditas tersebut diserap kembali melalui operasi pasar terbuka. Kebijakan ini, selain dapat mencegah apresiasi nilai tukar nominal, juga dapat mencegah terjadinya peningkatan tekanan inflasi. Namun, kebijakan ini tidak efektif menghentikan aliran masuk modal asing dan bahkan menyebabkan masuknya aliran modal asing lebih banyak dan terus-menerus serta memaksa bank sentral melakukan intervensi dalam jumlah yang lebih besar. Selain itu, *sterilized intervention*, pada tahap selanjutnya mendorong akumulasi cadangan devisa yang dapat bermanfaat sebagai *self insurance* menyebabkan operasi moneter mengalami kenaikan biaya mengingat adanya perbedaan tingkat suku bunga. Untuk mengurangi selisih negatif dan depresiasi dolar AS tersebut, beberapa negara telah melakukan diversifikasi cadangan devisa. Strategi penempatan dana bergeser ke sesama negara-negara *emerging markets* atau berupa aset “netral” seperti *precious metal* sebagaimana yang dilakukan oleh Korea Selatan dan kemungkinan akan disusul oleh Filipina, China, India, dan Bangladesh. Dalam prakteknya, tingkat sterilisasi penuh sangat sulit dicapai. Upaya yang sering dilakukan adalah sterilisasi secara parsial sehingga tetap berpotensi meningkatkan tekanan inflasi, meski dalam besaran (*magnitude*) yang lebih kecil. Kebijakan ini banyak dilakukan oleh negara-negara *emerging markets*, termasuk China dan negara-negara *emerging markets* Asia lainnya.

2. Makroprudensial untuk Mengelola Aliran Modal Asing

Selain kebijakan intervensi untuk menahan apresiasi nilai tukar, beberapa negara juga memberlakukan kebijakan makroprudensial dengan tujuan membendung aliran masuk modal asing. Beberapa negara *emerging markets* yang menempuh kebijakan ini adalah Brazil, Peru, Korea, dan China. Bank sentral Brazil melakukan pengetatan moneter dengan menaikkan GWM atas simpanan deposito dari 15% menjadi 20% dan GWM untuk rekening giro dari 8% ke 12%. Kebijakan yang efektif berlaku per 6 Desember 2010, dimaksudkan untuk menahan laju kredit konsumsi dan mencegah gelembung kredit (*credit bubble*).

People Bank of China (PBoC) melakukan kebijakan makroprudensial berupa peningkatan GWM yang terbatas

(6 bank terbesar) dan gradual sebanyak 4 kali pada tahun 2010 hingga mencapai 17,5% secara sementara (2 bulan) untuk menyeimbangkan antara upaya menekan kelebihan likuiditas dengan keinginan menjaga pertumbuhan. Selain itu, bank sentral Peru juga mengeluarkan serangkaian kebijakan makroprudensial, antara lain dengan menaikkan GWM pada 30 September 2010, baik untuk mata uang domestik maupun asing menjadi 9% dari 8,5% dan menaikkan *marginal requirement* (MR) simpanan dalam mata uang lokal menjadi 25% dari 15%, sementara untuk simpanan valuta asing menjadi 55% dari 50%. Turki juga melakukan langkah serupa, yaitu menaikkan GWM sebesar 50 bps menjadi 9,5% untuk mata uang lokal dan 5,0% untuk valuta asing.

Bank of Korea (BoK) melakukan serangkaian kebijakan makroprudensial yang meliputi pengetatan limit transaksi derivatif, sehingga posisi *forward* valuta asing bank domestik dan cabang bank asing menjadi masing-masing sebesar 50% dan 250% (sebelumnya 300%) dari modal bank dan membatasi penggunaan pinjaman valuta asing hanya untuk perusahaan yang beroperasi di luar negeri. Selain itu, BoK juga memperketat rasio *mid-to-long term* pembiayaan valuta asing menjadi 100% dari 90% untuk bank lokal dan membatasi rasio *hedging* valuta asing terhadap transaksi *underlying* menjadi 125% dari sebelumnya 100%.

3. Capital Control

Dalam merespons derasnya aliran masuk modal asing, pemberlakuan *capital control* adalah salah satu respons kebijakan yang diambil oleh negara-negara yang mengalami derasnya aliran masuk modal asing. Secara historis, *capital control* ini telah dilakukan beberapa negara sejak dekade 1990-an seperti China, Brazil dan Kolombia. Dalam kondisi derasnya aliran masuk modal asing ke negara-negara *emerging markets* akhir-akhir ini, kebijakan *capital control* semakin populer. Brazil, Thailand dan beberapa negara *emerging markets* kembali menerapkan atau mempertimbangkan secara serius. *Capital control* yang diterapkan saat ini terutama bertujuan untuk memperlambat apresiasi nilai tukar. Brazil mengenakan pajak terhadap aliran masuk modal asing untuk pembelian surat berharga berpendapatan tetap dan ekuitas sebesar 2% sejak Oktober 2009, dan melakukan kenaikan pada instrumen yang pertama hingga 6% serta menaikkan pajak untuk investor asing dari 0,38% menjadi 6% terhadap marjin deposit untuk pasar *future* pada Oktober 2010. Sementara itu, Thailand kembali mengenakan 15% *withholding tax* pada bunga dan *capital*

gain dari kepemilikan asing dalam obligasi pemerintah berlaku efektif 13 Oktober 2010.

Sampai saat ini kondisi *capital control* perlu diterapkan dan bentuk *capital control* yang dapat digunakan secara efektif masih menjadi perdebatan. Salah satu studi yang mencoba memberikan arahan (*guidance*) terhadap penerapan *capital control* diberikan oleh Ostry et al (2010), yang intinya mengemukakan bahwa dalam merespons derasnya aliran masuk modal asing, *capital control* dapat diimplementasikan apabila pilihan kebijakan lain, yaitu kebijakan nilai tukar, cadangan devisa, suku bunga, sterilisasi, fiskal, dan regulasi prudensial, sudah diambil.⁵³

Capital control dapat diimplementasikan dalam berbagai tingkatan, mulai dari yang bersifat general pada semua jenis aliran masuk modal asing tanpa membedakan tenor jatuh waktu, komposisi mata uang, dan surat utang-versus-ekuitas, sampai dengan yang diterapkan pada instrumen yang sangat spesifik, atau dibedakan berdasarkan tenor dari aliran masuk modal asing tersebut. Saat ini, *capital control* yang banyak diterapkan negara-negara *emerging markets* hanya terbatas pada modal yang bersifat jangka pendek yang dinilai lebih berisiko. Beberapa negara lebih fokus pada instrumen berpendapatan tetap dan tidak pada ekuitas (portofolio maupun FDI), meskipun ekuitas sendiri dapat bersifat fluktuatif dan bersifat jangka pendek sebagaimana karakter instrumen berpendapatan tetap.

Penerapan *capital control* tentu saja harus mempertimbangkan faktor-faktor lain di luar aspek makroekonomi dan keuangan, seperti efektivitas penerapan *capital control* itu sendiri. Salah satu kontra argumen terhadap *capital control* adalah kesulitan dalam menerapkannya terutama di negara-negara yang institusinya masih relatif lemah dibandingkan institusi di negara-negara maju. Dalam kondisi institusi yang lemah tersebut, investor sangat mudah untuk menghindari *capital control*. Faktor lain yang perlu dipertimbangkan adalah dampak multilateral dari penerapan *capital control* tersebut, seperti tindakan balasan oleh negara lain yang pada gilirannya mengakibatkan ketidakefisienan alokasi investasi antar negara.

Sejauh ini, studi-studi mengenai efektivitas *capital control* belum menunjukkan adanya hasil yang konklusif (Ostry et

53 Ostry, Jonathan; Ghosh, Atish R; Habermeier, Karl, "Capital Inflows: The Role of Controls", International Monetary Fund, 19 Februari 2010.

al, 2010). Secara umum, *capital control* hanya mempunyai dampak yang sangat kecil dalam mengurangi total volume aliran masuk modal asing dan apresiasi nilai tukar. Sementara itu, *capital control* dapat efektif mengubah struktur jatuh tempo dan komposisi modal yang masuk dari jangka pendek ke yang lebih bersifat jangka panjang. Di sisi lain, kebijakan prudensial berupa *capital control* dapat efektif dalam mengurangi risiko yang ditimbulkan oleh derasnya aliran masuk modal asing seperti *currency mismatch* ataupun *maturity mismatch*. Namun, meskipun *capital control* dapat efektif dalam mengubah struktur jatuh tempo dan komposisi aliran modal masuk, dampak tersebut tidak berlangsung lama karena pelaku pasar dapat dengan cepat menemukan cara menghindari *capital control* tersebut.

Pengalaman Chile ketika menerapkan *Unremunerated Reserve Requirement* (URR) terbatas pada instrumen jangka pendek berpendapatan tetap menunjukkan bahwa untuk mengetahui bahwa aliran masuk modal tersebut termasuk '*unrestricted and untaxed FDI*' dalam bentuk perusahaan asing yang mendirikan perusahaan di dalam negeri telah memaksa Chile untuk lebih memperketat *capital control*. Pengalaman Chile juga menunjukkan bahwa *capital control* hanya efektif memengaruhi komposisi, namun tidak terhadap total volume. *Capital control* akan efektif jika didukung oleh kebijakan lain misalnya melanjutkan fleksibilitas nilai tukar dua arah untuk mengurangi spekulasi aliran masuk modal asing, konsolidasi fiskal, serta memperluas monitoring dan supervisi sektor keuangan.

4. Liberalisasi Aliran Modal Keluar (*Selected Capital Outflow*)

Negara tujuan aliran masuk modal asing dapat juga meliberalisasi aturan yang menghambat *capital outflow*. Relaksasi terhadap kebijakan yang mempersulit residen melakukan investasi di luar negeri dapat menurunkan tekanan apresiasi dari meningkatnya aliran masuk modal asing. Periode aliran masuk modal asing yang tinggi dapat menjadi momentum yang tepat untuk lebih lanjut melonggarkan aturan transaksi *outflow*. Namun, pembukaan hambatan *outflow* sangat tergantung pada terpenuhinya berbagai prasyarat liberalisasi *capital account*, termasuk telah cukup tersedianya aturan makroprudensial dan telah dijalankannya manajemen risiko secara tepat.

Pada Februari 2010, otoritas Thailand melanjutkan relaksasi aturan pengendalian devisa yang diterbitkan

tahun 2007. Kebijakan ini mengizinkan investor Thailand berinvestasi di luar Thailand, baik FDI maupun portofolio dalam rangka menyediakan alternatif diversifikasi investasi. Sebelumnya pada Agustus 2009, Thailand telah memberikan lebih banyak fleksibilitas bagi eksportir dan importir dalam mengelola risiko. Bank sentral Thailand menilai kondisi di saat Thailand banyak menerima aliran masuk modal asing merupakan waktu yang tepat untuk kembali merelaksasi regulasi nilai tukar terkait investasi residen di luar Thailand, aktivitas transaksi *hedging* nilai tukar dan *corporate treasury center*.

5. Optimalisasi Cadangan Devisa

Akumulasi cadangan devisa adalah salah satu pilihan kebijakan yang diambil negara-negara *emerging markets* sebagai *self insurance* terhadap risiko terjadinya *capital reversal* (Aizenman, 2009).⁵⁴ Dibandingkan dengan risiko *default* di negara-negara maju, risiko *default* di negara-negara berkembang cenderung lebih besar. Hal tersebut membuat suku bunga yang diminta investor untuk surat utang yang berasal dari negara-negara berkembang cenderung lebih tinggi [Frankel, 2010].⁵⁵ Pada periode di saat pasar keuangan domestik masih relatif tertutup terhadap aliran modal asing, cadangan devisa lebih ditujukan sebagai *self insurance* terhadap gejolak aliran perdagangan. Namun, dengan semakin terintegrasinya pasar keuangan negara-negara berkembang dengan pasar keuangan global, cadangan devisa tidak hanya ditujukan sebagai *self insurance* terhadap gejolak aliran perdagangan, tetapi juga sebagai *self insurance* terhadap risiko pembalikan aliran modal asing. Mengingat besarnya jumlah modal asing yang bersifat jangka pendek dalam keadaan '*boom*', penumpukan cadangan devisa untuk memberikan *insurance* secara penuh terhadap risiko pembalikan modal tersebut sangatlah mahal. Oleh karena itu, tidak satu negara pun yang mengumpulkan cadangan devisa untuk *self insurance* secara penuh. Dengan demikian, cadangan devisa hanya dapat mengurangi risiko dari pembalikan arus modal, tetapi tidak menghilangkannya.

Pengalaman negara-negara *emerging markets* Asia pada krisis tahun 1997/1998 menunjukkan betapa besarnya biaya yang harus ditanggung perekonomian tanpa adanya *self insurance* apabila terjadi pembalikan arus

54 Aizenman, Joshua, "Hoarding International Reserve Versus Pigovian Tax-Cum Subsidy Scheme, Reflection on deleveraging Crisis of 2008-2009, and a Cost Benefit Analysis", UCSC NBER, Desember 2010.

55 Frankel, Jeffrey A, "Monetary Policy in Emerging Market a Survey", NBER Working Paper, 2010.

modal secara besar-besaran.⁵⁶ Pengalaman krisis negara-negara Asia menjadi salah satu pelajaran penting bagi negara-negara *emerging markets* untuk meningkatkan akumulasi cadangan devisa. Cadangan devisa yang tinggi dapat bermanfaat untuk meningkatkan ketahanan ekonomi suatu negara ketika terjadi guncangan pasar keuangan global dan domestik. Tingginya cadangan devisa menunjukkan semakin kuatnya penyangga yang dimiliki untuk *smoothing* kemungkinan adanya gejolak pada permintaan domestik ketika terjadi aliran modal keluar

56 Barro (2002), sebagai contoh, memperkirakan bahwa krisis mata uang dan perbankan di negara-negara *emerging markets* Asia pada tahun 1997/1998 menyebabkan penurunan pertumbuhan ekonomi sebesar 3% per tahun selama lima tahun.

yang besar dan tiba-tiba.⁵⁷ Saat suatu negara mengalami kejadian tersebut maka secara otomatis nilai transaksi keuangan pada neraca pembayaran akan mengalami penurunan, mengingat jumlah dana yang keluar menjadi jauh lebih besar dibandingkan dengan dana yang masuk. Penurunan ini selanjutnya akan menyebabkan terjadinya penurunan permintaan domestik yang kemudian berdampak pada pertumbuhan ekonomi.

57 *Sudden stop* didefinisikan sebagai kondisi dimana jumlah aliran masuk modal asing turun secara drastis. Kondisi tersebut jika ditambah dengan terjadinya pembalikan modal dalam jumlah besar akan mengakibatkan neraca modal suatu negara menjadi turun drastis dan mendorong terjadinya krisis.

3.4

Kerangka Konseptual Integrasi Kebijakan Moneter dan Makroprudensial

Salah satu perspektif kebijakan yang mengemuka dari perubahan pesat perilaku di sektor keuangan dan fenomena krisis keuangan, yang akhirnya mentransmisikan risiko keuangan secara global adalah bahwa pencapaian stabilitas makroekonomi tidak hanya terkait dengan stabilitas moneter, namun juga berinteraksi dengan stabilitas sistem keuangan. Fakta empiris menunjukkan bahwa capaian perekonomian pada periode '*great moderation*' tahun 1987 sampai dengan 2007 tidak secara otomatis mengisolasi perekonomian global dari terpaan krisis yang dipicu oleh kerentanan sektor keuangan.⁵⁸ Fakta tersebut bertolak belakang dengan pandangan konvensional bahwa stabilitas moneter akan mendukung stabilitas keuangan. Bahkan, pendukung utama pendapat ini menganggap bahwa stabilitas moneter atau harga lebih merupakan syarat cukup dari stabilitas keuangan (Schwartz, 1995).⁵⁹

Fakta bahwa stabilitas moneter tidak secara otomatis menjamin stabilitas sistem keuangan sejalan dengan preposisi yang menyatakan bahwa keberhasilan bank sentral dalam mengendalikan inflasi dapat memicu persepsi dan perkiraan dari pelaku pasar yang terlalu optimis terhadap perkembangan ekonomi ke depan. Persepsi yang tidak tepat tersebut mendorong terjadinya salah perhitungan pada penilaian aset yang dapat berdampak negatif di masa mendatang. Borio et al. (2001) menunjukkan bahwa kombinasi dari peningkatan harga aset, pertumbuhan ekonomi yang cukup tinggi dan inflasi yang rendah – termasuk dalam konteks yang menyertai program stabilisasi, dapat memicu ekspektasi

yang berlebihan terhadap perkembangan ekonomi di masa mendatang.⁶⁰ Selanjutnya, ekspektasi yang terlalu optimis tersebut dapat meningkatkan aktivitas di pasar aset dan kredit secara drastis, melebihi level potensial yang berdasarkan peningkatan produktivitas, sehingga mendorong peningkatan harga aset secara signifikan dan kecenderungan lonjakan kegiatan ekonomi dan tekanan inflasi.

Fakta dan pemikiran di atas berimplikasi bahwa kausalitas di antara pencapaian stabilitas moneter dan stabilitas sistem keuangan tidak terjadi secara otomatis. Untuk itu, formulasi kebijakan oleh bank sentral harus mempertimbangkan peran strategis kebijakan moneter dan sistem keuangan secara bersama-sama. (Lihat Boks: 3.1. Kerangka Kerja Stabilitas Sistem Keuangan). Dinamika yang terjadi dalam krisis keuangan menunjukkan bahwa kebijakan moneter perlu semakin diarahkan untuk mengantisipasi risiko ketidakstabilan makroekonomi yang bersumber dari sistem keuangan. Hal tersebut mempunyai implikasi bahwa manajemen makroekonomi yang sehat harus juga memperhitungkan stabilitas sistem keuangan sebagai fondasi perwujudan lingkungan makroekonomi yang berkesinambungan.

Oleh karena itu, penguatan kerangka stabilitas moneter dan stabilitas sistem keuangan diharapkan dapat menjadi strategi kebijakan yang optimal mengingat pencapaian stabilitas moneter dan stabilitas sistem keuangan merupakan prasyarat bagi pencapaian pertumbuhan ekonomi yang berkesinambungan, paling tidak dalam jangka panjang. Dengan perspektif kebijakan tersebut,

58 Secara umum, periode *great moderation* dikaitkan dengan periode saat gejolak (*volatilitas*) perekonomian minimal yaitu terdapat inflasi yang rendah dan siklus bisnis yang moderat.

59 Schwartz, A, "Why Financial Stability Depends On Price Stability", Economic Affairs, 1995. hal 21-25,

60 Borio, C., Furfine, C., Lowe, P, "Procyclicality of the Financial System and Financial Stability: Issue and Policy Options". BIS Working Papers, No 1, 2001. hal 1-57.

untuk memperkuat kerangka stabilitas moneter dan stabilitas sistem keuangan, bank sentral dituntut untuk lebih fleksibel dan kreatif dalam merespons ketidakpastian yang muncul dalam perekonomian. Fleksibilitas tersebut tidak hanya terkait dengan penyesuaian preferensi untuk mengupayakan pengendalian inflasi dan pengelolaan kegiatan perekonomian secara makro, namun juga menempatkan peran stabilitas sistem keuangan.

Dengan latar belakang pemikiran tersebut, salah satu isu yang mengemuka adalah terkait dengan bagaimana menempatkan mandat untuk menjaga stabilitas sistem keuangan pada kerangka kebijakan moneter. Salah satu alternatif format kebijakan moneter yang dapat disusun adalah dengan tetap menjadikan kestabilan harga sebagai unsur utama yang memengaruhi respons kebijakan moneter. Namun, substansi kestabilan harga mengalami perluasan dengan mengakomodir indikator kestabilan keuangan dan memiliki horizon *forward looking* lebih panjang. Alternatif format kebijakan lain adalah dengan menetapkan pengelolaan stabilitas sistem keuangan sebagai salah satu mandat kebijakan moneter, di samping menjaga stabilitas harga.

Terkait dengan alternatif terakhir tersebut, Svensson (2010) menegaskan bahwa terdapat keterkaitan erat antara pencapaian stabilitas moneter dan stabilitas sistem keuangan.⁶¹ Stabilitas sistem keuangan memengaruhi secara langsung pasar keuangan, dan kondisi pasar keuangan akan memengaruhi efektivitas mekanisme transmisi kebijakan moneter. Apabila pasar keuangan bermasalah, hal tersebut dapat memengaruhi kegiatan ekonomi riil secara drastis, sebagaimana ditunjukkan oleh kejadian krisis keuangan. Sementara itu, kebijakan moneter memengaruhi neraca bank dan harga aset, yang selanjutnya berpengaruh pada stabilitas sistem keuangan. Namun, walaupun saling terkait, keduanya mempunyai perbedaan secara konseptual, baik dari tujuan, instrumen yang digunakan dan otoritas yang bertanggung jawab. Di luar itu, sebagaimana diargumentasikan oleh Blinder (2010) dan Nyberg (2010), perbedaan secara konseptual tersebut tidak mengabaikan kemungkinan adanya keuntungan dari pelaksanaan tanggung jawab sebagian besar porsi kebijakan stabilitas sistem keuangan oleh bank sentral.^{62,63}

■ Peran Kebijakan Makroprudensial

Sebagaimana disampaikan sebelumnya bahwa urgensi atas penguatan kerangka stabilitas moneter dan sistem keuangan mempunyai implikasi bahwa manajemen makroekonomi yang sehat harus juga memperhitungkan stabilitas keuangan sebagai fondasi perwujudan lingkungan makroekonomi yang berkesinambungan. Dalam kaitan ini, infrastruktur keuangan yang kuat disertai dengan fungsi pemeriksaan dan pengawasan yang memadai menjadi syarat utama yang harus dipenuhi dalam rangka integrasi pasar domestik pada sistem keuangan yang semakin kompleks. Borio (2003) menekankan bahwa kerangka regulasi atau kebijakan makroprudensial perlu diperkuat karena dapat membatasi risiko apabila pasar keuangan mengalami tekanan berat dalam periode yang lama, yang dapat menyebabkan anjloknya *output* riil dalam perekonomian.⁶⁴

Secara konseptual, kebijakan makroprudensial adalah instrumen regulasi prudensial yang ditujukan untuk mendorong stabilitas sistem keuangan secara keseluruhan, bukan kesehatan lembaga keuangan secara individu. Dengan demikian, kebijakan makroprudensial digunakan untuk meminimalkan terjadinya siklus *boom-bust* suplai kredit dan likuiditas yang dapat menyebabkan ketidakstabilan perekonomian. Dengan peran menjaga stabilitas suplai intermediasi keuangan ini, kebijakan makroprudensial mempunyai peran yang menunjang tujuan kebijakan moneter dalam menjaga stabilitas harga dan *output*.

Ada dua dimensi penting dari kebijakan makroprudensial. Pertama, dimensi *cross-section*, yang menggeser fokus dari regulasi prudensial yang diterapkan pada individu lembaga keuangan menuju pada regulasi sistem keuangan secara keseluruhan. Sejarah krisis keuangan menunjukkan bahwa sebagian besar dari krisis keuangan yang terjadi di dunia bukanlah akibat dari masalah individu bank yang kemudian menular ke seluruh sistem keuangan. Sebaliknya, krisis-krisis besar yang terjadi merupakan akibat dari eksposur terhadap ketidakseimbangan makro-keuangan yang dilakukan secara bersamaan oleh sebagian besar pelaku sistem keuangan. Oleh sebab itu, pandangan yang lebih holistik terhadap sistem keuangan dan

61 Svensson, L. E., "Monetary Policy and Financial Markets at the Effective Lower Bound". *Journal of Money, Credit and Banking*, No.42, 2010. hal 229–242.

62 Blinder, A., "How Central Should the Central Bank Be?", *Journal of Economic Literature*, No.48(1), 2010. hal 123-133.

63 Lars Nyberg dan Tom Andersson "Monetary and Financial Stability

from a Central Bank Perspective" *Economic Review* No.2, 2010, hal 29-43.

64 Borio, C., "Towards a Macroprudential Framework for Financial Supervision and Regulation?", BIS Working Papers, No.128, Februari 2003.

Tabel 3.1 Implementasi Kebijakan Makroprudensial di Sejumlah Negara

Instrumen	Negara
Penyesuaian bobot risiko dalam aturan permodalan (meningkatkan atau menurunkan bobot risiko)	India, Indonesia, Malaysia, Estonia, Irlandia, Portugal, Norwegia
Penerapan <i>countercyclical provisioning</i> (meningkatkan provisi untuk jenis kredit tertentu, misalnya pinjaman ke debitur besar)	China, India
Pembatasan <i>loan to value ratio</i>	China, Hongkong, Korea, Singapura, Malaysia, Thailand, Bulgaria, Norwegia, Portugal, Rumania
Pembatasan kredit ke sektor-sektor tertentu (properti, kartu kredit)	Korea, Malaysia, Filipina, Singapura, Thailand, Rumania
Perubahan giro wajib minimum	China, India, Indonesia, Korea, Malaysia, Finlandia, Estonia

Sumber: Borio and Shim (2007), Hannoun (2010).

hubungannya dengan perekonomian makro dari berbagai sisi sangat diperlukan.

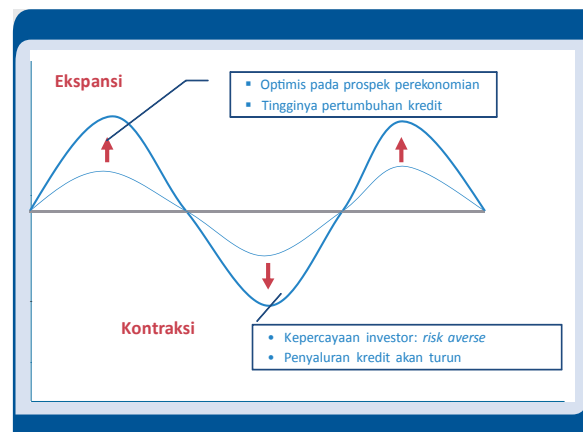
Dimensi kedua adalah dimensi *time-series*, yaitu kebijakan makroprudensial ditujukan untuk menekan risiko terjadinya prosiklikalitas yang berlebihan dalam sistem keuangan.⁶⁵ Dalam konteks ini, kebijakan makroprudensial harus didisain rupa sedemikian sehingga mampu menghilangkan atau paling tidak memitigasi prosiklikalitas. Prinsipnya adalah bagaimana mendorong institusi keuangan untuk mempersiapkan bantalan (*buffer*) yang cukup di saat perekonomian sedang baik dan bagaimana menggunakan bantalan tersebut ketika perekonomian sedang memburuk.

Dalam perkembangannya, sejalan dengan perubahan tatanan sektor keuangan, terutama pascakrisis keuangan global tahun 2008/2009, banyak bank sentral menggunakan instrumen kebijakan makroprudensial dalam artian yang lebih luas. Dalam kaitan ini, beberapa instrumen yang sebelumnya lebih dikenal sebagai instrumen mikroprudensial (seperti *loan-loss provisioning requirements*, atau *loan-to-value*) atau instrumen moneter (seperti giro wajib minimum) juga digunakan untuk mencegah risiko sistemik dan menjaga stabilitas sistem keuangan dalam siklus kegiatan ekonomi. Instrumen kebijakan tersebut juga tidak difokuskan pada upaya untuk menangani risiko yang terjadi pada individu bank. Dengan demikian, instrumen kebijakan tersebut dapat dikategorikan sebagai instrumen kebijakan dalam perspektif makroprudensial. Beberapa instrumen

kebijakan makroprudensial yang digunakan di beberapa negara dapat dilihat pada Tabel 3.1.

■ Integrasi Kebijakan Moneter dan Makroprudensial

Untuk memperkuat kerangka stabilitas moneter dan stabilitas sistem keuangan diperlukan integrasi kebijakan moneter dan makroprudensial. Sebagaimana diketahui, tujuan utama kebijakan moneter adalah menjaga stabilitas harga. Untuk mencapai tujuan tersebut, bank sentral biasanya menggunakan suku bunga kebijakan sebagai instrumen utama. Namun, menjaga stabilitas harga tidaklah cukup untuk menjamin tercapainya stabilitas makroekonomi karena sistem keuangan yang berperilaku prosiklikal menyebabkan fluktuasi perekonomian yang berlebihan. Sementara itu, tujuan dari kebijakan makroprudensial adalah untuk menjamin daya tahan sistem keuangan secara keseluruhan dalam rangka mendukung jasa intermediasi keuangan pada



Grafik 3.4 Kebijakan moneter dan makroprudensial dalam meredam prosiklikalitas

⁶⁵ Borio C; Shim, "What Can Macro-Prudential Policy do to Support Monetary Policy?" (BIS) Monetary and Economic Department No. 242, Desember 2007.

perekonomian secara keseluruhan. Dengan peran kontra siklikal yang dimiliki, kebijakan makroprudensial mempunyai peran yang menunjang tujuan kebijakan moneter dalam menjaga stabilitas harga dan *output*.

Integrasi kebijakan moneter dan makroprudensial dapat diilustrasikan sebagai berikut (Grafik 3.4). Sebagai contoh, kebijakan makroprudensial ditujukan untuk memperketat persyaratan modal dan likuiditas di saat perekonomian sedang melaju kencang (periode *upswing*) sehingga

mendorong bank untuk mengurangi pertumbuhan kredit dalam upaya menjaga daya tahan bank ke depan di saat perekonomian memburuk. Dalam kondisi demikian, upaya menjaga daya tahan sistem perbankan akan secara simultan mendukung tujuan kebijakan moneter untuk menstabilkan suplai kredit. Dengan demikian, tujuan dari kebijakan makroprudensial yang bersifat kontrasiklikal tersebut akan bersinergi dengan tujuan kebijakan moneter dalam mengurangi fluktuasi perekonomian.

3.5

Kebijakan Struktural untuk Mendukung Pertumbuhan Ekonomi yang Berkesinambungan

Uraian sebelumnya menggambarkan perlunya kestabilan moneter dan sistem keuangan untuk menunjang pertumbuhan ekonomi yang berkesinambungan. Prasyarat tersebut tentu saja tidak cukup, berbagai faktor yang dapat meningkatkan kapasitas perekonomian sangat diperlukan. Untuk itu, diperlukan berbagai kebijakan untuk mengatasi kendala-kendala dalam meningkatkan kapasitas perekonomian. Pertumbuhan modal dan perbaikan produktivitas menjadi kunci untuk mendorong peningkatan sisi penawaran dan permintaan secara berimbang sehingga peningkatan pertumbuhan ekonomi tetap selaras dengan penurunan inflasi dan stabilitas makroekonomi.

Perekonomian ke depan tidak terlepas dari pengaruh kebijakan struktural, di samping kondisi ekonomi dan keuangan global serta kebijakan makroekonomi (Diagram

3.1). Kebijakan struktural melalui penguatan faktor-faktor fundamental—infrastruktur, peningkatan kualitas individu, serta penelitian dan pengembangan—berperan meningkatkan kapasitas pertumbuhan ekonomi dalam jangka panjang, terutama melalui langkah-langkah perbaikan terhadap titik-titik lemah yang masih menjadi hambatan utama dalam perekonomian. Di sisi lain, kebijakan sisi permintaan juga diperlukan untuk mengelola perkembangan sisi permintaan agar senantiasa selaras dengan proses perkembangan kapasitas perekonomian (*rebalancing growth*). Perkembangan sisi permintaan yang kondusif juga merupakan prasyarat penting dalam mendukung kepastian berusaha. Paduan yang optimal antara kebijakan sisi penawaran (struktural) dan kebijakan sisi permintaan akan menghasilkan pertumbuhan ekonomi yang berkesinambungan.

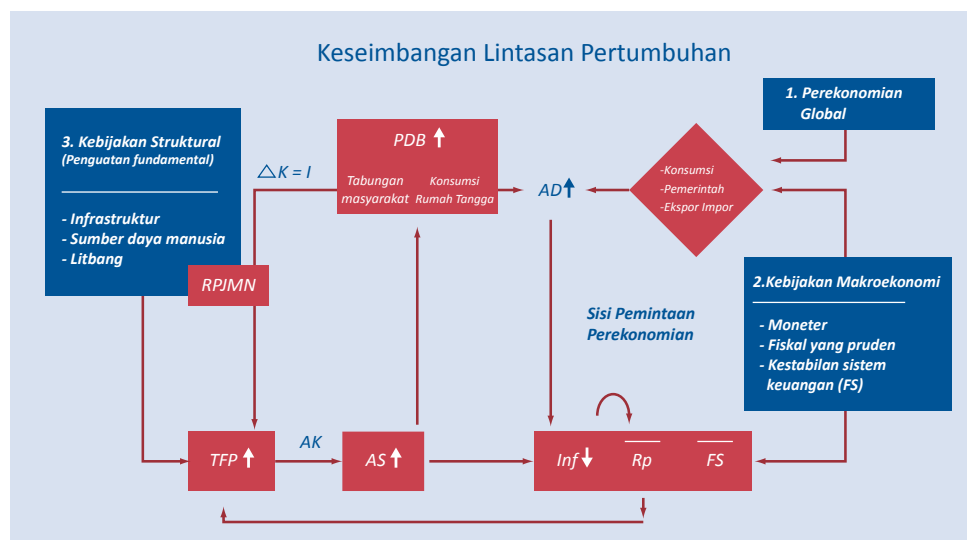


Diagram 3.1 Keseimbangan Lintasan Pertumbuhan

Penguatan fondasi struktural perekonomian merupakan prasyarat bagi tingkat produktivitas dan efisiensi perekonomian yang lebih baik. Melalui hal tersebut, *return on investment* pelaku ekonomi swasta dan institusi publik dapat lebih tinggi dan mempunyai daya saing nasional yang lebih kuat. Jika kenaikan kapasitas dan produktivitas dapat tercapai, sisi penawaran akan mampu merespons akselerasi pertumbuhan dari sisi permintaan sehingga tidak menimbulkan tekanan inflasi. Kebijakan struktural berperan dalam meningkatkan kapasitas pertumbuhan ekonomi dalam jangka panjang, terutama melalui langkah-langkah perbaikan terhadap titik-titik lemah yang masih menjadi hambatan utama dalam perekonomian. Lima kendala utama tersebut adalah:

- i. kapasitas IPTEK untuk inovasi penelitian dan pengembangan yang masih rendah;
- ii. rendahnya kualitas pendidikan dan sistem pendidikan serta kesehatan yang masih di bawah standar;
- iii. penguasaan teknologi informasi dan komunikasi yang belum tinggi;
- iv. kurangnya ketersediaan infrastruktur transportasi dan distribusi yang belum memadai; dan
- v. kurangnya ketersediaan energi (misalnya listrik) yang dipandang belum berkesinambungan.

Kelima kendala tersebut jika diurai akan menyebabkan akselerasi pertumbuhan ekonomi melalui peningkatan investasi dapat jauh lebih cepat, dan penyelesaian simpul kendala utama tersebut memerlukan peran serta Pemerintah. Perbaikan fondasi perekonomian bergantung pada penyelesaian titik-titik lemah yang masih menjadi hambatan dalam perekonomian. Penyelesaian masalah titik-titik lemah utama ini dapat menopang perbaikan produktivitas di sektor *tradables* sehingga konvergensi perekonomian ke *peer group* yang sudah lebih sejahtera dapat lebih cepat. Peningkatan kapasitas perekonomian akan meningkatkan pendapatan masyarakat dan pemupukan tabungan yang diperlukan untuk mendukung investasi. Selain itu, perluasan kapasitas perekonomian juga akan menjaga kesinambungan pendapatan dan konsumsi masyarakat.

Berdasarkan Survei Daya Saing Perdagangan dan Investasi yang dilakukan oleh Bappenas, infrastruktur menjadi salah satu faktor sangat penting dalam memengaruhi investasi.⁶⁶ Demikian juga berdasarkan penelitian *World Bank* yang ditunjukkan dalam *Staub et al* (2008), investasi infrastruktur berkontribusi besar pada pertumbuhan

ekonomi di Asia Timur.⁶⁷ Dilihat dari jenis infrastruktur, sektor kelistrikan merupakan faktor terpenting, dibandingkan dengan infrastruktur lainnya. Berdasarkan hal tersebut, langkah utama yang diperlukan adalah mempercepat pembangunan infrastruktur terkait dengan upaya untuk meningkatkan kapasitas produksi dan perekonomian secara luas.

Di sisi perdagangan, apresiasi nilai tukar tidak dapat diandalkan untuk meningkatkan daya saing. Kualitas produk yang bernilai tambah tinggi sangat diperlukan untuk mendorong ekspor yang tidak hanya terbatas pada SDA. Dalam hal ini, dinamika struktur pertumbuhan ekonomi Indonesia perlu dicermati. Sektor-sektor yang dapat menyerap banyak tenaga kerja dan memfasilitasi alih teknologi, terutama industri pengolahan, menunjukkan kontribusinya yang semakin kecil. Sebaliknya, pertumbuhan yang lebih cepat terjadi pada industri berbasis sumber daya alam yang bernilai tambah rendah dan sektor *non-tradable* seperti telekomunikasi. Berkaitan dengan hal tersebut, kualitas produk yang bernilai tambah tinggi sangat diperlukan untuk mendorong ekspor agar tidak hanya tertumpu pada ekspor SDA.

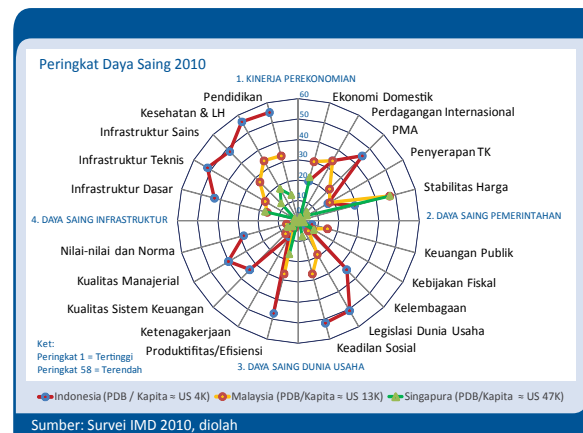
Secara umum, peringkat daya saing Indonesia terhadap 58 negara membaik pada tahun 2010 dibandingkan 5 tahun sebelumnya (Grafik 3.5). Hal tersebut terutama ditopang oleh perbaikan lingkungan makro (*enabling environment for growth*). Namun, dalam hal daya saing infrastruktur dan dunia usaha (*fundamental support for growth*), posisi daya saing Indonesia masih jauh tertinggal dibandingkan dengan beberapa negara tetangga, yaitu, Malaysia dan Singapura. Titik terlemah daya saing Indonesia adalah buruknya kualitas dan kuantitas infrastruktur, baik lunak (pendidikan, kesehatan dan IPTEK) maupun keras (infrastruktur dasar dan teknologi). Selain itu, perbaikan produktivitas dan efisiensi Indonesia belum secepat negara lain. Infrastruktur keras dan lunak menjadi titik lemah utama dalam perekonomian Indonesia pada tahun 2010. Kebijakan-kebijakan reformasi sumber daya manusia adalah merupakan prasyarat krusial untuk membawa perekonomian Indonesia menuju perekonomian berbasis iptek dan inovasi (*knowledge-based economy*). Dengan adanya kebijakan *human capital reform*, Indonesia akan dapat terhindar dari *middle-income trap*, suatu fenomena negara berkembang yang tidak dapat beralih ke negara berpendapatan tinggi.

66 Bappenas, 2008.

67 Straub, Stephane, dkk, "Infrastructure and Economic Growth in East Asia," The World Bank, April 2008.

Dengan menggunakan data-data hasil survei *Institute of Management Development Competitiveness Report (IMD)*, dapat dikonfirmasi bahwa simpul-simpul kendala utama di Indonesia adalah pada infrastruktur keras dan lunak, yaitu infrastruktur teknis (transportasi dan energi) dan infrastruktur pendidikan, *sains*, dan kesehatan (*human capital*). Pada titik-titik lemah itu, Indonesia kalah bersaing dengan Malaysia dan Singapura. Tantangan penyelesaian simpul-simpul kendala utama tersebut semakin membesar karena negara-negara lain semakin membaik. Kebijakan struktural yang diarahkan untuk mengurangi kendala-kendala tersebut diharapkan akan menghasilkan dampak kesejahteraan yang signifikan.

Berdasarkan uraian di atas, penting untuk merumuskan strategi dalam perspektif jangka menengah-panjang. Pertumbuhan kapital, baik modal fisik maupun *human capital*, dan perbaikan produktivitas tetap menjadi kunci untuk mendorong peningkatan sisi penawaran dan permintaan agregat secara berimbang. Kondisi ideal



Grafik 3.5 Peringkat Daya Saing Indonesia 2010

ini diharapkan bermuara pada peningkatan PDB dan penurunan inflasi, yang pada gilirannya akan disertai meningkatnya pendapatan perkapita.

3.6

Penutup

Perekonomian Indonesia selama tahun 2010 masih dihadapkan pada beberapa tantangan utama, yaitu inflasi yang cenderung meningkat, aliran masuk modal asing yang deras, eksekusi likuiditas yang besar, permasalahan di sektor perbankan, serta berbagai kendala di sektor riil. Sejalan dengan ketidakseimbangan pemulihan ekonomi global, derasnya aliran masuk modal asing masih terus berlangsung selama tahun laporan. Di sisi lain, inflasi yang sampai dengan pertengahan tahun masih cukup terkendali mengalami peningkatan cukup tajam pada semester kedua. Di sektor perbankan, di tengah masih berlangsungnya eksekusi likuiditas yang besar, peran perbankan dalam pertumbuhan ekonomi masih rendah. Selain itu, daya saing perbankan dari segi efisiensi, permodalan, dan aset masih relatif rendah dibandingkan dengan negara-negara kawasan. Sementara itu, masih terdapat berbagai kendala peningkatan kapasitas perekonomian di sektor riil.

Tantangan-tantangan tersebut di atas menimbulkan kompleksitas kebijakan moneter dan menghadapi otoritas moneter pada trilema yaitu menjaga stabilitas harga, stabilitas nilai tukar, serta stabilitas sistem keuangan. Oleh karena itu, untuk menjaga keseimbangan perekonomian, baik keseimbangan internal maupun eksternal, bank sentral tidak dapat hanya mengandalkan pada satu kebijakan saja, tetapi perlu menggunakan berbagai instrumen yang dituangkan dalam bauran kebijakan. Bauran kebijakan untuk keseimbangan internal mencakup, antara lain, kebijakan suku bunga dan kebijakan makroprudensial. Sementara itu, bauran kebijakan untuk keseimbangan eksternal mencakup, antara lain, kebijakan nilai tukar dan kebijakan makroprudensial untuk aliran modal asing. Dalam bab berikut akan diuraikan berbagai bauran kebijakan yang ditempuh Bank Indonesia selama tahun 2010.

BOKS 3.1: Kerangka Kerja Stabilitas Sistem Keuangan

Krisis ekonomi di Indonesia pada tahun 1997-1998 telah memberikan pelajaran yang sangat berharga bagi upaya memelihara stabilitas sistem keuangan (SSK). Upaya memelihara SSK ini dilakukan dengan cara melakukan pencegahan krisis (*crisis prevention*), serta melakukan resolusi terhadap krisis keuangan (*crisis resolution*). Pencegahan krisis dilakukan dengan cara mengurangi risiko sistemik, yaitu risiko atau probabilitas dari kegagalan yang tidak hanya terkait komponen ataupun elemen sistem keuangan, tetapi sistem keuangan secara keseluruhan (Kaufman & Scott 2003).¹ Oleh karena itu, pemeliharaan SSK tidak bisa hanya mengandalkan kebijakan mikroprudensial, melainkan juga memerlukan kebijakan makroprudensial.

Dalam hal ini, Bank Indonesia melakukan pemantauan terhadap sistem keuangan secara menyeluruh dengan membagi aspek-aspek pemantauan ke dalam tiga kelompok, yaitu pemantauan risiko perbankan, pemantauan risiko di sektor korporasi dan rumah tangga, serta pemantauan risiko di institusi keuangan nonbank dan pasar keuangan. Keseluruhan pemantauan tersebut ditujukan untuk memperoleh informasi yang obyektif mengenai kondisi sistem keuangan. Untuk itu, Bank Indonesia mengembangkan berbagai perangkat makroprudensial yang menggunakan berbagai indikator mikroprudensial, indikator pasar, serta indikator makroekonomi. Selain itu, Bank Indonesia juga mengembangkan sejumlah metodologi yang dapat digunakan untuk menilai kondisi sistem keuangan yang mencakup aspek ketahanan sistem keuangan (*stress testing*), probabilitas insitusi keuangan mengalami kegagalan (*default*), interkoneksi institusi keuangan terutama terkait dengan munculnya risiko di

¹ Kaufman, George G. dan Kenneth E. Scott, "What Is Systemic Risk, and Do Bank Regulators Retard or Contribute to It?" *The Independent Review*, V. VII, No. 3, Winter 2003, pp. 371–391.

Diagram 1. Kerangka Kerja Stabilitas Sistem Keuangan



CPSIPS = Core Principles for Systemically Important Payment Systems

BCP = Basel Core Principles

*) UU Jaring Pengaman Sistem Keuangan (JPSK) menjadi dasar hukum dalam pelaksanaan resolusi krisis yang membutuhkan koordinasi antar otoritas sistem keuangan (BI, Kemenkeu dan LPS). Saat ini UU JPSK masih dalam tahapan rancangan.

sistem keuangan, serta pengukuran risiko-risiko kredit, likuiditas, dan pasar secara agregat. Penilaian terhadap sistem keuangan ini dilaporkan secara rutin dalam Rapat Dewan Gubernur untuk memberikan masukan kepada perancangan kebijakan perbankan dan untuk menyampaikan rekomendasi kepada otoritas sistem keuangan lainnya (BAPEPAM-LK dan LPS) dalam rangka mencegah munculnya risiko sistemik atau terjadinya krisis.

Jika krisis tidak dapat dihindari, maka Bank Indonesia telah memiliki protokol penanganan krisis (*crisis management protocol*) khususnya untuk penanganan bank bermasalah. Untuk bank yang dinilai tidak berdampak sistemik, maka Bank Indonesia mengikuti Peraturan Bank Indonesia mengenai *Exit Policy* (saat ini PBI No. 13/3/2011 tanggal 17 Januari 2011 tentang “Penetapan Status dan Tindak Lanjut Pengawasan Bank”). Jika bank berdampak sistemik berdasarkan pertimbangan potensi dampak dilikuidasinya bank tersebut dan potensi dampaknya pada pasar keuangan, infrastruktur dan sektor riil, protokol ini melibatkan koordinasi antara Bank Indonesia dengan Pemerintah dan LPS untuk penyelesaian bank bermasalah yang berdampak sistemik ini.

Secara keseluruhan upaya pemeliharaan SSK dituangkan dalam Kerangka Kerja Stabilitas Sistem Keuangan di mana tertuang misi dan tujuan Bank Indonesia dalam

pemeliharaan SSK, yaitu masing-masing “Mencapai dan memelihara kestabilan nilai Rupiah melalui kestabilan moneter dan pengembangan stabilitas sistem keuangan untuk pembangunan nasional jangka panjang yang berkesinambungan” dan “Turut aktif menciptakan dan memelihara sistem keuangan yang stabil dan sehat”. Untuk tujuan tersebut, Bank Indonesia terus aktif memantapkan regulasi dan standar sistem keuangan dengan mengacu pada standar internasional yang berlaku untuk sistem keuangan, termasuk melalui keanggotaannya pada Financial Stability Board (FSB) dan Basel Committee for Banking Supervision (BCBS). Penguatan riset dan pemantauan juga terus dilakukan dengan mengembangkan berbagai indikator sistem keuangan dan metodologi yang dapat menilai kondisi sistem keuangan secara obyektif dan tepat waktu. Mengingat Bank Indonesia bukanlah satu-satunya otoritas sistem keuangan, peningkatan koordinasi dan kerjasama menjadi sangat penting. Koordinasi ini dibutuhkan dalam pencegahan dan resolusi krisis. Saat ini, koordinasi antara Bank Indonesia, Kementerian Keuangan dan LPS dalam rangka Pemeliharaan SSK ini dituangkan dalam Nota Kesepahaman tanggal 30 Juli 2010. Untuk pelaksanaan resolusi krisis, Bank Indonesia berfungsi sebagai *Lender of the Last Resort*. Sementara itu, untuk koordinasi resolusi krisis, diperlukan juga dasar-dasar hukum yang cukup untuk membantu memperlancar upaya-upaya penanganan krisis pada saat diperlukan.

A close-up photograph of a hand sowing dark seeds into the soil. The hand is positioned in the center-left, with fingers gently releasing a stream of seeds that falls towards the bottom. The background is a soft-focus landscape of green grass and trees under a warm, hazy sky, suggesting a sunset or sunrise. A red rectangular box with white text is overlaid on the upper left portion of the image.

Menyuburkan kehidupan dengan menaburkan kebaikan

Jika pohon memerlukan zat hara dalam pupuk untuk menunjang pertumbuhannya, manusia memerlukan taburan kebaikan dalam bentuk tindakan dan ucapan bijak yang akan menghidupkan segala aspek kehidupannya.

